

## Weltwirtschaft und Anlagemärkte – Entwicklungstrends im Jahr 2024

Die Finanzmärkte rechnen im laufenden Jahr mit deutlichen Zinssenkungen von Fed und EZB. Diese Hoffnung dürfte übertrieben sein. Mehrere Argumente sprechen dafür, dass die Zinsen an den Bondmärkten eher wieder steigen.

Michael Heise

15.01.2024, 01.36 Uhr

Im Jahr 2023 hat es sich als richtig erwiesen, sich in Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung und die Börsen positiv zu positionieren. Die Weltwirtschaft hat zwar wegen der Belastungen durch hohe Inflation und Energiepreise sowie durch kräftige Zinssteigerungen der Notenbanken Wachstumsverluste erlitten, aber keinen Absturz erlebt.

Wichtig für die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft waren robuste Arbeitsmärkte mit hoher Arbeitsnachfrage, angehäufte Ersparnisse der privaten Haushalte aus den Covid-Jahren sowie substanzielle Ausgabenprogramme vieler Regierungen, um Unternehmen und private Haushalte von den Belastungen durch hohe Energiepreise abzuschirmen.

### **Belastungen wirken in 2024 fort**

Die Sorgen im Hinblick auf eine Wirtschaftsabschwächung oder gar eine Rezession in 2024 sind deswegen aber keinesfalls verschwunden. Trotz des Zinsrückgangs an den Kapitalmärkten im vierten Quartal 2023 bleibt die finanzielle Situation von privaten Haushalten, Unternehmen und öffentlichen Budgets sehr angespannt.

Für Unternehmen mit hoher Fremdfinanzierung und grösseren anstehenden Fälligkeiten wird der Zinsanstieg stark belastend wirken. Die Häufigkeit von Insolvenzen wird deshalb weiter steigen, auch wenn der Anstieg von einem sehr niedrigen Niveau ausgeht, das durch die staatlichen Rettungsmassnahmen der letzten Jahre bedingt war.

Striktere Kreditvergabestandards und hohe Finanzierungskosten haben die Kreditvergabe bereits erheblich abgebremst. Eine deutliche Beschleunigung der Investitionen ist daher wenig wahrscheinlich. Impulse werden jedoch vom privaten Konsum kommen, da die Beschäftigung weiter steigt und der Lohnzuwachs in den meisten Ländern inzwischen über der Inflation liegt – die realen Einkommen der Haushalte steigen also.

### **Steigende Löhne und niedrigere Inflation dürften den Konsum ankurbeln**

Voraussetzung dafür ist allerdings, dass der Inflationsdruck weiter nachlässt. Diese Hoffnung ist berechtigt, denn die Ursachen für den plötzlichen Anstieg der Verbraucherpreise sind grösstenteils weggefallen. Angebotsengpässe, die in der Covid-Krise zu enormen Preissteigerungen geführt hatten, sind weitgehend beseitigt. Die Energiepreise haben sich nach dem Höhenflug des Jahres 2022 wieder normalisiert, auch wenn sie höher sind als vor der Krise.

Schliesslich hat die Geldpolitik, die viel zu spät auf den Inflationsschub reagierte, inzwischen eine deutliche Straffung vollzogen, die die Entwicklung der Geldmenge und der Kreditvergabe in den negativen Bereich drückte.

Die Stärke dieser «disinflationären» Effekte darf aber auch nicht überschätzt werden. Ein Inflationsschock, wie wir ihn 2022 erlebt haben, hat Sekundärwirkungen über höhere Löhne, höhere Mietforderungen und vielfältige sonstige Kostensteigerungen, die ein Beharrungsvermögen auslösen können. Hinzu kommen zurzeit auch externe Effekte, wie die Veränderungen der Globalisierung hin zu weniger Kosteneffizienz und kürzeren Wertschöpfungsketten, ebenso wie der neue Protektionismus durch Handelsbarrieren und Kapitalverkehrsbeschränkungen, die den Preiswettbewerb schwächen.

### **Ein Zinsrutsch ist nicht zu erwarten**

Eine schnelle Rückkehr zum Inflationsziel der Europäischen Zentralbank und des Fed von 2% ist daher nicht zu erwarten. Dass die Gesamtinflation durch einen weiteren Rückgang der Öl- und Rohstoffpreise gedrückt wird, ist angesichts zahlreicher internationaler Konflikte und einer voraussichtlich wieder anziehenden Konjunktur wenig wahrscheinlich. Unabhängig davon dürfte auch die Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) nur sehr langsam auf 3% zurückgehen.

Es ist deswegen nicht sehr wahrscheinlich, dass die Notenbanken die Leitzinsen rasch und sehr deutlich senken werden und ein neuer deutlicher Zinstrend nach unten einsetzt. Die derzeitigen Erwartungen der Finanzmärkte, dass die US-Notenbank und die EZB die Leitzinsen bis Ende 2024 in bis zu sechs Schritten senken werden, dürften sich als zu optimistisch erweisen.

### **Bondmärkte verlieren einen verlässlichen Käufer**

Auch in Bezug auf die Kapitalmarktrenditen sollte man nicht auf weitere Rückgänge im Jahr 2024 setzen. Zum einen werden von der Geldpolitik keine starken Zinssenkungstendenzen kommen, und selbst wenn die Notenbanken ihre Leitzinsen im Verlauf von 2024 ermässigen, dürften die Renditen an den Bondmärkten nicht zurückgehen, sondern eher leicht steigen.

Die Gründe: Zum einen wird die Unsicherheit über die Entwicklung der Inflation im kommenden Jahr noch keineswegs vorüber sein. Risikoprämien in den Kapitalmarktrenditen werden zum anderen dadurch begründet sein, dass der bereits eingetretene Zinsanstieg die Staatsfinanzen stark belastet und die Kosten für die Neuverschuldung nach oben treiben könnte. Die Platzierung weiterer Staatsanleihen wird aber schwieriger werden, da die Zentralbanken als grosse Käufer wegfallen werden. Nunmehr sind sie dabei, ihre aufgeblähten Bilanzen abzubauen, indem sie fällig werdende Wertpapiere nicht durch neue Käufe ersetzen. Das wird die Kapitalmarktrenditen tendenziell erhöhen.

### **Aktienmärkte mit kurzfristigen Risiken aber langfristig attraktivem Potenzial**

Die Gewinnrendite der Aktienmärkte in Europa, Japan oder Deutschland liegt nach wie vor deutlich über den Renditen langfristiger Staatsanleihen. Aktien sind also auch im Umfeld höherer Zinsen keinesfalls unattraktiv geworden. Die Risikoprämie, die den Aktieninvestor für die höheren Kursschwankungen kompensiert, ist nach wie vor gegeben.

Die Ausnahme in diesem Bild sind die Aktienmärkte in den USA, deren durchschnittliche Gewinnrendite in etwa auf dem Niveau langfristiger Staatsanleihen liegt. Die Ursache hierfür ist, dass die grossen Technologieunternehmen in den USA, die so genannten glorreichen Sieben, sehr hohe Bewertungsniveaus erreicht haben. Für den Optimismus der Anleger spielt offenkundig auch eine Rolle, dass im Bereich der künstlichen Intelligenz im Jahr 2023 grosse

Fortschritte gemacht worden sind und es berechtigt erscheint, von einem produktivitätssteigernden technologischen Durchbruch zu sprechen. Kurzfristig sind durch die stark gestiegenen Bewertungen der Tech-Aktien Risiken gegeben, langfristige Trends dürften aber anhaltend positiv sein.

## **Fazit**

Fasst man zusammen, so ist für das Jahr 2024 ein eher schwaches wirtschaftliches Wachstum, aber kein Einbruch der Wirtschaftsleistung zu erwarten. Den Belastungen der Kreditnehmer durch höhere Zinsen stehen positive Effekte durch real steigende Löhne und Einkommen gegenüber. Die Inflation wird deutlich niedriger sein als 2023, sie dürfte aber das 2%-Ziel der Zentralbanken im Durchschnitt des Jahres 2024 nicht erreichen. Zinssenkungsschritte der Zentralbanken werden geringer sein, als es den gegenwärtig optimistischen Erwartungen der Finanzmärkte entspricht.

Der deutliche Rückgang der Anleiherenditen, der seit Oktober zu verzeichnen ist, wird sich nicht fortsetzen, da die Unsicherheiten über die Entwicklung der Inflation und weitere Zuwächse der Staatsverschuldung gross bleiben werden.

An den Aktienmärkten dürften die kurzfristigen Gewinnmöglichkeiten in Anbetracht der starken Kurssteigerungen im Jahr 2023 und angesichts der Gewinnrisiken bei einer schwachen Konjunkturentwicklung begrenzt sein. Auch sind geopolitische Risiken wie mögliche Ausweitungen der Konflikte in der Ukraine oder im Nahen Osten zu bedenken. Aus langfristiger Perspektive liegt das Ertragspotenzial der Aktien jedoch weiterhin über dem der Anleihen.

## **Michael Heise**

Dr. Michael Heise ist Chefökonom von HQ Trust. Er zählt zu den bekanntesten Volkswirten des deutschsprachigen Raumes. Vor seinem Start bei HQ Trust war er Leiter des Group Centers Economic Research der Allianz SE sowie Generalsekretär des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Dr. Heise lehrt als Honorarprofessor an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Er ist Mitglied in diversen hochrangigen Ausschüssen und des Planungsstabes des House of Finance.

---